

基于投资视角的信用研究：
从评级到策略

FROM CREDIT RATING TO STRATEGY

吕 品 著

债券市场违约逐步成为常态
信用研究的方法与案例一日千里
无论是债券投资、一级承销，还是银行信用审核
都在重新审视企业信用研究这一古老而又嬗变的领域

从债券市场卖方研究员的视角，分享心得

 中国金融出版社

基于投资视角的信用研究： 从评级到策略

吕 品 著



中国金融出版社

责任编辑：曹亚豪

责任校对：潘洁

责任印制：赵燕红

图书在版编目 (CIP) 数据

基于投资视角的信用研究：从评级到策略 / 吕品著. —北京：中国金融出版社，2019.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9991 - 7

I. ①基… II. ①吕… III. ①信用—研究 IV. ①F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 030257 号

基于投资视角的信用研究：从评级到策略

Jiyu Touzi Shijiao De Xinyong Yanjiu : Cong Pingji Dao Celue

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 24

字数 416 千

版次 2019 年 3 月第 1 版

印次 2019 年 3 月第 1 次印刷

定价 50.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9991 - 7

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

引言 观往知来

信用评级是一个历史悠久并且在不断变化的行业。最早的评级机构诞生于美国，可追溯的第一个评级报告是1909年穆迪公司发布的第一份铁路债券评级报告，恰逢美国当时的以铁路和石油结合的工业化进程，需要大量的外部资金进行融资，在此之前大部分债券都是政府类债券，包括“新大陆”的联邦政府、旧欧洲的王室，往往以战争名义举债，面对的是私营企业，而且属于当时社会相当前沿的行业，所以需要第三方出具评级意见，由此开始成为常态化。

时过境迁，我国最早的评级公司在20世纪80年代末就诞生了，彼时大洋彼岸的垃圾债市场初具规模，中国刚刚兴起了一波乡镇企业浪潮，第一部《公司法》还未颁布。在相当长的时间内，债券市场的发展仍然相当落后于权益市场。评级行业在其中的话语权与存在感也相对缺位，可以说在信用债大幅扩容之前，中国本土的评级行业仍保持着一些神秘色彩。

随着第一只企业债、第一只铁道债、第一只中期票据、第一只公司债券的发行，债券市场品种不断扩大，信用债发行主体数量不断增多，信用研究或者说评级行业逐步从幕后走向台前。

在以同业、资管业务为形态的金融大爆炸背景下，债券市场参与者不断增多，接近政府信用的城投债在多方的一拍即合下与

市场的不断质疑中，成为信用债市场的两极之一。

而这一切都不如 2014 年第一只实质违约打破的刚兑来得更加猛烈。

随着 2013 年的“钱荒”，2014 年债券市场迎来了久违的牛市，这一年对信用市场也意义非凡，在内忧外患下，“11 超日债”在 2014 年成为我国首例违约的公募债券，开启了债券市场的违约元年，并不夸张地说，公司对于债券市场的意义似乎要比对于光伏行业本身的地位要高。之前债券市场虽然出现过种种风险事件，但都未演变成实质违约，超日债券违约之前也曾做出种种努力，最终重整，不过违约的债券获得清偿令债券投资人松了口气。

信用评级人员迎来了历史上第一次大流动，有经验的信用评级人员一时“洛阳纸贵”。“英雄不问出身”，仅仅是评级公司的前辈们远远填不满短期内这么巨大的市场缺口，各行从业人员开始逐鹿“信评”市场，信用评级人员的背景似乎更加综合。

人最容易根据过去的经验来展望未来，所以出于各自的成长经历与背景，衍生出了信用评级里的无数流派。有人倾向于模型，有人倾向于财务，有人信奉大而不倒与政治资源；有人推崇信托与信贷的调研方法；有人喜欢自上而下，有人喜欢自下而上。然而，接下来的种种被打碎的信仰似乎又表明，过去的成功经验或许更像是遮挡未来的障碍。

如果说 2014 年是有惊无险的一年，那么 2015 年就是各种信仰逐步被打碎的一年。

湘鄂情、珠海中富令大家发觉 A 股上市公司壳价值也不保险，资金周转压力来了都难逃一“违”；天威系“表演”的时候，令投资人发觉中央企业也可以做丢车保帅的买卖；作为中央企业的中钢，令多家银行深陷其中，千亿元债务重整难度巨大，久拖不决；更为意外的是山水水泥控制权争夺的“连续剧”从文斗到武斗，

目不暇接，让本来相对健康的经营因股东相互扯皮而触发境外债务提前偿还，最终导致境内短融违约，多家公募甚至是货币基金“踩雷”，从此短融也非安全的品种。

如果说2015年有哪些不是信用风险而对债券市场非常重要的事情，那就不得不说2015年年中开启的交易所公司债新政。自此之后，交易所公司债发行标准大幅放松，叠加利率的下行周期，一度成为市场争抢目标。

地产公司债成为专门的一个大类品种出现在市场，万科、万达利率一度接近国开利率，也成为现象级事件，盛宴之下，无人会想到两年后万达相关债权因一封模糊邮件传言砸盘到10%。到底是借8%的非标还是发4%的公司债？不同的主体却会是一样的答案，如此廉价的资金成本也间接带来了“地王的诞生”。

平台类小公募、交易所私募债也在券商一级发行的助力下大幅扩容。交易所在这轮监管竞争中先发制人，以效率征服了市场，令诸多参与者始料未及的是，多头监管本身的特制决定了，从竞争性的监管放松到竞争性的监管收紧，仅仅只需要一年。

更令投资人五味杂陈的是，一级市场大跃进收益的成本，会让三年后的二级市场承担，不少资质一般的发行人混进其中，而其中的行权兑付压力将会在三年后的2018年逐步显现。

违约的增加，在如你所愿的债市盛世下，并没有展示出真正的威力，至少在信用利差方面是这样。信用风险挡不住金融大爆炸的脚步，信用利差仍然在银行体系表内资金表外化，在资质下沉、委外扩容增加下，屡屡压缩至比低还低的位置。

加杠杆、一把梭、滚回购，杠杆套息给市场带来相当大收益的同时，作为质押交易中的中央对手方——交易所，出于对集聚的风险的担心，悄然分步提高了质押率，以缓解自身鲜有本金承担风险的尴尬。

如果说2014年是违约的元年，2015年是信仰破碎的一年，那么2016年应该是属于供给侧改革的一年。2016年诸多产能过剩行业违约爆发，市场一度对周期类行业的评价变得异常负面。

言必称日本，失落的十年与去产能的经验；文必提九八年，上海砸锭打响了清退过剩产能的第一枪；结论有得有失，有利有弊，但是股债却呈现了微妙的分化。行进年终，供给侧改革的超预期落地，行业供需条件的大幅改善与盈利回升，带来了周期行业股票与债券双复苏。

2015年底提出“三去一降一补”，2016年开始，诸多银行限制对“两高一剩”行业的再融资，企业填矿井、砸产线。2016年4月中煤华昱出现了流动性困难而后迅速补上，煤炭、钢铁等债券被大幅砸盘，利差随之走阔，在接下来的两年，煤炭钢铁行业利差一直处于所有行业的前两名，市场对产能过剩债券一度避之不及，风险偏好较低的机构对于过剩产能债券“一刀切”的现象并不罕见。

2016年年中，随着供给侧改革逐步推进，产品价格上行的趋势开始逐步得到确认，山西省来京推介山西煤炭企业，债券投资人重拾对相关企业外部支持的信心，随后产能过剩债券利差大幅压缩，不仅仅是中等级煤炭、钢铁企业，哪怕是AAA的中煤、神华等利差变化不大的券种，由于较长的久期，其资本利得更多。市场似乎第一次体验到了信用分析在行业波段中创造价值的能力。

2016年违约案例中也有多起令市场出乎意料的事件，募集材料的可靠性提上了台面，成为至关重要的要素：云峰前任大股东绿地在发行前夕临时更换，令诸多投资人始料不及；大连机床重复质押也没有进行如实披露；中城建在国企和民企之间身份的摇摆令债市投资者大呼又“被套路”，中城建属于“一见钟情”的“好名字”而第二眼越看越不对劲的发行人，而相对遗憾的是，即

便在那个时候，有相当多的机构投资人也仅看了第一眼，过于相信了相关主承销人与披露的募集材料的可靠性。

另外两家值得一提的地方国企是川煤集团与东北特钢。它们虽然经营一般，但是市场之前一直预期它们会得到地方政府某种程度上的支持，不过遗憾的是后来并未如愿。东特钢短融的违约，令许多低风险偏好货币基金账户受损，最终对债券投资人22%的清偿率也大幅低于市场预期。

2017年是违约大幅减少，但广义信用事件大幅增多的一年。违约大幅减少得益于去产能带来的产能过剩行业盈利的大幅回暖，市场的弱主体得到了一定程度上的出清，龙头企业的利润在逐步改善；而关于广义信用事件大幅增加，确实存在一些非经济的因素，同时，也有金融监管导致的银行贷款结构变化，削弱了对民营企业的支持，高风险主体从上游逐步转向下游，这也是诸多案例中个体性体现明显的主要原因。

与此同时，区域性的风险初见端倪，一是山东省民营企业的广义事件，当然大部分并未转换成违约；二是江苏等省份的城投再融资受阻。不过乐观的是，2017年收官，也并未演变成实质性的兑付风险。

2017年是信用债研究最好的年份，而非信用债投资最好的年份。无论是利率还是信用，全年的热点都是存单这一超短期品种。高收益难抵走熊的市场，表现较好的信用债基金更多的是配置转债的收益与存单的打底，在较严的风控下和债市大幅度的回调下，纯投信用债的基金实现正收益实属不易。

多家曾经的明星上市公司，在内忧外患的2018年集中“爆雷”，资本市场似乎在一夜之间都开始关注信用风险。有宏观分析师自上而下地将其称为去杠杆下国进民退的宏大叙事；有策略分析师寻求股市风险偏好与信用利差之间其实并不存在的联动；有

信用分析师自下而上地将其解释为个别企业铤而走险模式的终结；除此之外的一些局外人，更倾向于站在更长时间长河的维度上指出，这是中国债券市场的必修课。

信用研究是具有相当历史感的一门技术，随着大国债券市场的嬗变而一日千里。发展最大的阻碍往往不是洋枪洋炮，而是执着守旧的祖宗之法。观往知来、推陈出新，大部分已成的方法也许在不远的将来可能就会面临过时与更新，因此，保持着持续更新的状态要远远比存量的经验更加重要。笔者旨在以一个债券市场的卖方研究员的视角来分享一些可以暂时有借鉴意义的心得。

目 录

第一部分 模型篇	1
第一章 定量模型与定性分析交叉检验	3
一、模型与经验	3
二、产业债打分模型	4
三、城投债打分模型	6
四、现金流兑付模型	10
第二章 隐含评级的本质是什么	12
一、隐含评级的定义	12
二、评级公司评级虚高、上调远大于下调、调整滞后，亟须内部 评级	12
三、构建隐含评级模型	14
四、产业债与城投债的估值差异	19
五、把握个券评级下调、上调的套利机会	20
六、隐含评级应用的注意事项和改进方案	21
第三章 评级调整对收益率的影响	23
一、评级调整对估值的影响：冲击的非对称性与低等级的高弹性	23
二、个券评级调整与估值传导案例	35
三、两点值得注意的技术细节	40
第四章 KMV 模型的局限	41
一、KMV 模型概述	41
二、通过 KMV 模型测算上市公司信用风险	44

三、模型的问题和改进方向	50
第二部分 数据篇：企业财务数据质量甄别	53
第一章 总论：利润、现金流、资产负债递进分析	55
第二章 利润表：分拆与调节	57
一、营业收入	57
二、营业成本与毛利率	61
三、财务费用是全部的偿债压力么	62
四、资产减值调节利润	64
五、各种各样非经常性损益	65
六、盈利能力怎么分析？EBITDA、EBIT、净利润、现金流	75
第三章 从利润表到现金流量表：没有经营现金流的利润	81
一、销售商品、提供劳务收到的现金 vs 营业收入	81
二、购买商品、接受劳务支付的现金 vs 营业成本	83
三、从利润表倒推回现金流量表	84
四、经营活动现金流如果有水分呢	85
第四章 资产负债表：哪些资产科目需要重点关注	88
一、货币资金：公司为什么会在货币资金较多的情况下继续举债	90
二、应收账款：贡献了大部分现金流与利润的背离	93
三、其他应收款：大部分关联交易的财务反映	97
四、固定资产与在建工程：折旧与资本化调节费用	101
五、商誉：对债券投资人最似是而非的资产	109
六、投资性房地产：贡献的盈利需要审慎考虑	114
七、长期股权投资：关注计价方法	115
八、开发支出：关注后续的减值风险	117
九、生物性资产：小众但比较有趣的科目	119
十、少数股东权益：集团与子公司的控制能力	121
十一、担保与被担保：从公司到互保圈	125
十二、集团公司的财务报表有意义么	128
第五章 地方政府经济数据质量甄别	133
一、经济数据指标辨析	133
二、财政数据指标辨析	139

三、债务负担类指标辨析·····	143
四、数据质量甄别的一些经验·····	145
第三部分 行业篇：从行业到公司·····	151
第一章 周期行业：以煤炭为例·····	153
一、行业分析·····	153
二、具体发行人分析·····	157
第二章 地产建筑行业：以地产为例·····	162
一、行业分析·····	163
二、具体发行人分析·····	175
第三章 新兴行业：以电子行业和传媒行业为例·····	183
一、电子行业·····	183
二、传媒行业·····	194
第四部分 策略篇·····	205
第一章 什么是信用策略·····	207
第二章 如何进行信用评级研究·····	208
一、考虑财务报表与信息披露的真实性与水分·····	208
二、独立经营前提下的内生偿债能力（传统）·····	208
三、考虑外部（集团/股东/地方政府/银行）支持的偿债能力·····	209
四、考虑宏观政策环境变化的偿债能力·····	209
五、在信用资质的情况下考虑价格·····	209
第三章 各种各样的利差/价格·····	211
第四章 信用利差·····	214
一、何为信用利差·····	214
二、信用利差的驱动因素和中国特色·····	214
三、信用利差的两个阶段·····	216
第五章 行业利差·····	224
一、何为行业利差·····	224
二、行业利差驱动因素与回顾·····	224
第六章 区域利差·····	230
一、何为区域利差·····	230
二、区域利差驱动因素与回顾·····	230

第七章 挣谁的钱？波段与对手盘·····	236
一、信用波段，火中取栗·····	236
二、理解卖盘和买盘的思维·····	237
三、信用债市场投资者结构与行为·····	238
四、信用资质变化的因城而异与估值整体调整·····	240
五、关注评级调整对组合收益率的影响·····	241
六、信用债市场的投资策略与风险·····	245
第八章 信用策略实例：2018 年风险的爆发与拐点·····	247
一、信用风险加速暴露·····	247
二、紧信用只是后视镜·····	248
三、信用债的拐点·····	248
四、什么品种反弹最快·····	250
第五部分 违约篇·····	253
第一章 2014 年·····	255
超日：产能投入过快、海外政策收紧，巨额赊销促成首发违约·····	255
第二章 2015 年·····	258
一、湘鄂情：盲目扩张高端餐饮适逢“三公消费”受限，转型 屡屡失败·····	258
二、天威集团：兵装集团丢车保帅·····	260
三、天威英利：天威集团违约并发症·····	263
四、珠海中富：为保壳，两度违约两度付·····	264
五、二重重装：两年亏损百亿元，国机集团全额接盘·····	267
六、中钢股份：钢铁业寒流引爆托盘融资风险，首只央企债 违约·····	269
七、山水水泥：基本面良好下民企控制权争夺持久，处罚首例 超短融违约·····	271
八、四川圣达：新业务巨额投入无果拖垮集团·····	273
第三章 2016 年·····	276
一、亚邦集团：实际控制人“协助调查”引发外源融资收缩 风险·····	276
二、上海云峰：控制人变更引发再融资困难，暴露巨额债务	

风险	279
三、淄博宏达：质押上市公司缓解流动性压力，股价大跌引发 控制权丧失	281
四、华昱能源：煤炭长期触底，违约后迅速得到股东支持	283
五、广西有色：高管落马，违约前夕资产转让，最终清偿率十分 有限	285
六、雨润食品：食品安全问题频发，关联方资金占用拖垮行业 龙头	287
七、东北特钢：处置过程透明度堪忧，最终清偿率仅有22%	290
八、内蒙古奈伦：企业顺周期投资存在风险，企业债并不安全	292
九、川煤集团：煤储禀赋差，四川火电变水电更令需求骤减	295
十、国裕物流：造船行业低迷，客户弃船致违约	297
十一、河北物流：大宗贸易区持续恶化，人员交接纰漏导致技术 违约	299
十二、大连机床：关注公司资产质量与募集信息披露的真实性	301
十三、中城建：央企民企扑朔迷离，建筑类行业仍为风险高发 行业	304
十四、博源控股：行业低迷中持续投资积累债务，集中偿付压垮 公司	306
第四章 2017年	309
一、华盛江泉：去产能冲击钢铁业务，停产停工致违约	309
二、弘昌燃气：较多在建工程与相关联的交易，难以掩盖现金流 紧张	311
三、五洋建设：隐瞒多次失信记录，涉嫌逃废债	313
四、亿利集团：技术性违约，关注并表和母公司单体报表的 差异	315
五、保千里：激进的外延式增长损害偿债能力	317
第五章 2018年	321
一、神雾集团/神雾环保：激进的项目投资模式弱化资产流动性	321
二、富贵鸟：行业景气度下行，大额对外担保加重债务负担	324
三、中安消：激进的关联方并购压垮公司	327

四、凯迪生态：激进投资，关联交易，债务集中兑付·····	329
五、上海华信：高度负债经营石油贸易业务，成也背景输也 背景·····	332
六、中融双创：杠杆收购谋求多元布局适逢信用债发行需求 不足·····	334
七、亿阳集团：非经常性损益贡献大，子强母弱集团偿债能力 不佳·····	337
八、金鸿控股：主业有较大资金支出压力，公司抗风险能力低·····	340
九、美兰机场：突发的技术性违约·····	342
十、印纪娱乐：高额应收账款回收困难，股权质押加剧信用 风险·····	344
十一、山东金茂：区域互保程度高，牵一发而动全身影响再 融资·····	347
十二、利源精制：业务扩张加重债务压力，融资环境恶化暴露 信用风险·····	350
十三、新光控股：评级调整与一级发行一波三折·····	353
十四、乐视网：“乐视模式”难以为继·····	356
十五、河南众品：又一单技术性违约·····	358
十六、刚泰集团：多业务布局民企，综合盈利偏弱叠加债务集中 到期·····	360
十七、华阳经贸：在建工程质量与国企身份存疑·····	362
十八、洛娃科技：信息披露有瑕疵，会计时点货币资金难以成为 兑付基础·····	364
十九、宏图高科/三胞集团：主营业务下滑，集团通过外延发展 转型消耗过多资金·····	367



第一部分 模型篇

